

XIX.

Le agenzie di *rating*.

Quadro normativo e profili di responsabilità

Lucio Casalini

Sommario: 1. Premessa; 2. Il ruolo svolto dalle agenzie di *rating* nei mercati finanziari; 3. Caratteristiche e attività delle agenzie di *rating*; 4. Quadro normativo; 5. *Segue.* Registrazione e vigilanza; 6. *Segue.* Conflitto di interessi; 7. *Segue.* Regime di responsabilità; 8. Evoluzione giurisprudenziale in tema di responsabilità delle agenzie di *rating*; 9. Riconoscimento della responsabilità per danno da *rating* nei confronti degli investitori; 10. Conclusioni.

1. Premessa

Una delle esigenze più avvertite nel complesso contesto dei mercati finanziari e delle relative negoziazioni è quella di garantire la trasparenza e la correttezza delle informazioni. A questa esigenza è strettamente correlata la necessità di scongiurare quell'asimmetria informativa che è immanente a determinati rapporti tra soggetti che operano nei mercati, alcuni dotati di un elevato grado di professionalità ed altri, come sovente il risparmiatore, che ne sono invece sprovvisti.

Alla luce di tali premesse, particolarmente delicato diviene il processo decisionale attraverso cui il risparmiatore-investitore si trova a dover effettuare le proprie scelte di investimento sulla base di informazioni molto complesse, estremamente tecniche e di difficile interpretazione, al punto da risultare persino fuorvianti. Basti solo notare come tipicamente l'oggetto del contratto tra risparmiatore e intermediario è sempre meno un bene predeterminato nel suo ammontare in sede di costituzione, co-

me di svolgimento ed estinzione del rapporto, quanto piuttosto la promessa di un bene futuro, incerto nell'ammontare, nella consistenza, talora nella stessa individuazione. Proprio in ciò consiste, infatti, l'intima essenza del prodotto finanziario (Carriero, 2012).

Diventa così decisivo, ai fini dell'adozione di scelte di investimento razionali e auspicabilmente fruttuose, entrare in possesso di informazioni corrette, veritiere ed attendibili. Tuttavia, com'è noto, l'investitore-risparmiatore non legge mai il bilancio dell'emittente e raramente legge un prospetto informativo, risultando invece maggiormente sensibile ad opinioni e consigli.

Ancor più oggi, dal momento che l'evidenza empirica e i più recenti studi di psicologia comportamentale testimoniano come un soggetto orienti sempre più le proprie scelte, da quelle del quotidiano (si pensi banalmente alla scelta di un ristorante dove trascorrere la serata) ad importanti scelte di investimento, proprio su recensioni, opinioni, pareri.

È in questo contesto che giocano un ruolo fondamentale le agenzie di *rating* del credito: il *rating* di strumenti finanziari rappresenta, di fatto, un *quid pluris* per l'investitore, un'informazione *market sensitive*, cioè a dire un vero e proprio indicatore (non l'unico, ma certo tra i più rilevanti) ai fini dell'adozione delle scelte d'investimento.

2. Il ruolo svolto dalle agenzie di *rating* nei mercati finanziari

Dottrina e giurisprudenza sono sempre state concordi nel ritenere cruciale il ruolo svolto dalle agenzie di *rating* del credito nei mercati finanziari. A lungo sono state considerate i soggetti deputati a scongiurare le criticità derivanti dall'asimmetria informativa tra emittenti strumenti finanziari e investitori, al punto da essere ricomprese tra i cd. *market gatekeepers*: soggetti, privati o pubblici, assimilabili a "guardiani" del mercato, alla cui categoria sono riconducibili, fra gli altri, le autorità di vigilanza, le società di gestione del mercato, i revisori dei conti e,

per l'appunto, le agenzie di *rating* del credito (*credit rating agencies* o CRAs, secondo la terminologia anglosassone).

Tuttavia, a seguito dei ripetuti *defaults* finanziari che, seguendo un tragico effetto domino, a cavallo degli anni 2007 e 2008 si sono abbattuti dalla costa atlantica nordamericana fino al cuore dell'Europa, sono emersi in tutta la loro drammaticità profili di inadeguatezza ad assurgere a questo delicato ruolo. Vi è perfino chi ha attribuito ogni responsabilità della crisi economico-finanziaria globale proprio alle agenzie di *rating*, arrivando ad affermare che “senza il *rating* non si sarebbe potuta verificare la crisi finanziaria più grave di tutti i tempi” (Dacrema, 2008).

Di certo, da quel momento le agenzie di *rating* del credito hanno conosciuto una certa notorietà presso il grande pubblico dei non addetti ai lavori e, se fino ad allora avevano svolto la propria attività in un contesto di scarsa regolamentazione e, secondo alcuni, di sostanziale impunità, l'emersione drammatica di queste criticità ha sollecitato un intervento positivo da parte del legislatore ed una riflessione profonda in seno alla dottrina, che invero già da tempo dibatteva attorno al tema della qualificazione dell'asserita responsabilità, attingendo alle tradizionali categorie civilistiche.

Gli aspetti problematici fino a quel momento rimasti sullo sfondo attenevano sostanzialmente alla correttezza dei *rating*, all'assoggettabilità delle agenzie a registrazione, controllo e vigilanza, al conflitto di interessi e, *last but not least*, alla regolamentazione di forme di responsabilità civile in capo alle stesse.

3. Caratteristiche e attività delle agenzie di *rating*

In punto di diritto, ad offrire una prima definizione di “*rating*” ed “agenzie di *rating*” è il regolamento CE n. 1060/2009, su cui si tornerà ampiamente nel prosieguo del capitolo, che rappresenta il primo intervento normativo in materia dotato di compiutezza ed organicità.

L'art. 3, par. 1, lett. b, definisce l'agenzia di *rating* come

“una persona giuridica la cui attività include l’emissione di *rating* del credito a livello professionale”; laddove l’art. 3, par. 1, lett. a, precisa che per *rating* si intende “un parere relativo del merito creditizio di un’entità, di un’obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari, o di un emittente di un debito, di un’obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di *rating* stabilito e definito”.

Le agenzie di *rating* sono, dunque, soggetti di diritto privato – di norma strutturate nella forma di società di capitali – specializzati ed indipendenti, che emettono valutazioni in scala predeterminata, sinteticamente espresse in caratteri alfanumerici, sul merito di credito complessivo del debitore (*issuer rating*) emittente strumenti finanziari, ovvero sul merito di credito del debitore con riferimento ad una particolare obbligazione finanziaria (*issue rating*). Il *rating* può essere richiesto dallo stesso emittente (c.d. *solicited rating*), da terzi (di norma società d’investimento) interessati a conoscere lo stato di salute dell’impresa, oppure può essere offerto direttamente agli investitori tramite servizi in abbonamento (c.d. *unsolicited rating*).

Le più note società di *rating* su scala globale e, tra l’altro, le uniche che forniscano una gamma completa di valutazione, differenziata sia per tipologia dell’emittente che per strumento finanziario, sono le cd. tre sorelle o *Big Three: Standard & Poor’s, Moody’s e Fitch Ratings*.

Il loro ruolo, come anticipato in premessa, si è rivelato ben presto cruciale sia a livello macro per l’intero assetto dei mercati internazionali, poiché destinato ad influenzarne considerevolmente gli equilibri, sia a livello micro, poiché incidente sul processo decisionale dei singoli risparmiatori-investitori, che non sono in grado di effettuare autonomamente l’analisi del rischio di credito.

Analisi, a ben vedere, nient’affatto semplice, per ovvie ragioni: le valutazioni dipendono da informazioni volontariamente fornite dagli emittenti o direttamente acquisite e selezionate

dalla società nell'ambito delle informazioni pubbliche o comunque disponibili al pubblico; in siffatta guisa, il giudizio risulta essere variabile dipendente delle informazioni ricevute e della relativa intrinseca veridicità, dal momento che le agenzie non sono tenute ad alcuna verifica sulla correttezza dell'informazione ricevuta, né hanno i poteri per farlo, non potendo strutturalmente confondersi né con i giudizi espressi dalle società di revisione né, più in generale, con quelli relativi al controllo contabile. In ultima analisi, il loro giudizio risulta essere di natura prognostica, basato su un calcolo probabilistico e su variabili non governabili e, dunque, ben lungi dal possedere i crismi della certezza.

Cionondimeno, si è assistito negli anni ad una forte crescita dell'affidamento riposto nei *ratings* da parte dei risparmiatori prima di effettuare le proprie scelte di investimento. Tanto è avvenuto, per richiamare gli esempi più eclatanti, nei casi Lehman Brothers negli USA, Parmalat e Cirio in Italia, i cui titoli godevano di valutazioni estremamente positive fino al giorno prima dei rispettivi *defaults*.

4. Quadro normativo

Come anticipato, il primo intervento del legislatore europeo specificamente rivolto a regolamentare le agenzie di *rating* si è avuto nel 2009, con il regolamento CE n. 1060/2009 (cd. CRA I), successivamente modificato dal regolamento UE n. 513/2011 (cd. CRA II) e, da ultimo, dal regolamento UE n. 462/2013 (cd. CRA III). Le modifiche individuano, in via preliminare, gli obiettivi intermedi della regolazione nella "integrità, trasparenza, responsabilità, buona *governance* e affidabilità" del *rating* sul credito per migliorare, come obiettivi finali, la qualità degli stessi, assicurare il "buon funzionamento del mercato interno" e realizzare "un grado elevato di protezione dei consumatori e degli investitori".

L'importanza dei giudizi di affidabilità creditizia viene, peraltro, fin da subito sottolineata nel primo considerando, ove è

affermando che “i *rating* del credito hanno un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori e dei consumatori”.

Inizialmente, il cuore della disciplina regolamentare era costituito dalle norme riguardanti l'organizzazione e il funzionamento delle agenzie, con particolare attenzione alla prevenzione e la gestione dei conflitti di interesse, la trasparenza e la salvaguardia della qualità delle metodologie di *rating*. Successivamente, nel 2011 è stato posto l'accento sulle problematiche relative alla vigilanza e ai relativi organi di controllo dell'attività di *rating*. Da ultimo, con l'intervento modificativo del 2013, si è inteso disciplinare i controversi aspetti relativi alla responsabilità civile per danno da *rating*.

Tre sono, dunque, i profili su cui si è incentrata nel tempo la regolazione positiva del fenomeno e su cui appare opportuno soffermarsi: *i*) registrazione e vigilanza; *ii*) conflitto di interessi; *iii*) responsabilità.

5. (*segue*). Registrazione e vigilanza

Il regolamento prevede l'obbligo di registrazione per i soggetti che intendano svolgere in modo professionale l'attività di emissione di *rating* sul credito, nel caso in cui i *rating* siano comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento, entro i confini dell'Unione Europea.

Al fine di ottenere la registrazione, le società devono conformarsi a una serie di obblighi che assicurano l'indipendenza della società, l'integrità e la qualità dei *rating* emessi. Solo i *rating* emessi da agenzie stabilite e registrate nell'Unione possono essere utilizzati a fini regolamentari da banche e intermediari finanziari.

Dopo le modifiche sopravvenute con il regolamento UE n. 513/2011, la competenza in materia di registrazione delle agenzie di *rating* appartiene all'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, ESMA (*European Securities and Market Authority*). Ad essa, inoltre, viene affidata la competenza in ma-

teria di vigilanza, in un primo momento affidata dal regolamento Ce n. 1060/2009 alle competenti autorità dei singoli Stati membri, la Consob in Italia (art. 4 *bis* d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), attraverso un complesso meccanismo di coordinamento.

L'ESMA possiede ampi poteri di vigilanza informativa ed ispettiva: nel verificare l'adempimento degli obblighi imposti dal regolamento, può chiedere alla società di "fornire tutte le informazioni necessarie" *ex art 23 ter*; esaminare documenti, organizzare audizioni, compiere "ispezioni *in loco*", *ex artt. 23 quater e 23 quinquies*. È altresì deputata a comminare sanzioni amministrative pecuniarie.

L'autorità italiana competente ai fini dell'applicazione delle disposizioni regolamentari resta la Consob (art. 4 *bis*, T.U.F.). Le sue attribuzioni hanno fundamentalmente ad oggetto sia la cooperazione con l'autorità europea sia, *iure proprio*, la supervisione sull'uso del *rating* da parte di quanti (banche, imprese di investimento e di assicurazione, OICVM, fondi pensione) siano obbligati in via legislativa o regolamentare a farvi riferimento.

6. (segue). Conflitto di interessi

Il problema del conflitto di interessi è intrinseco al modello *issuer pays*. In esso, l'agenzia che riceve l'incarico viene retribuita proprio dall'impresa sulle cui condizioni finanziarie è chiamata ad esprimere un giudizio. L'indipendenza della società di *rating* ha risvolti ancor più problematici se collegata ai servizi di consulenza accessori resi dalle medesime agenzie sulla strutturazione delle operazioni al fine di ottenere *rating* maggiori e fonte in passato per le agenzie di notevoli introiti. È stato evidenziato, inoltre, che dalla parte dell'emittente titoli, il modello *issuer pays* incoraggia il fenomeno del *rating shopping* ossia la selezione dell'agenzia che offre il *rating* più elevato, a scapito del *rating* più rigoroso.

A tal proposito, il regolamento Ce n. 1060/2009 contiene

una serie di norme volte a rafforzare l'indipendenza della società di *rating* e a prevenire la gestione dei conflitti di interessi.

In particolare, appare assai significativo il nuovo testo dell'art. 6, volto ad assicurare con maggiore vigore l'indipendenza delle agenzie di *rating*, ove è stabilito che "un'agenzia di rating del credito adotta tutte le misure necessarie per garantire che l'emissione di un rating o della prospettiva di un rating non sia influenzata da alcun conflitto di interesse, esistente o potenziale, né da relazioni d'affari riguardanti l'agenzia che emette il rating o la prospettiva del rating, i suoi azionisti, i suoi manager, i suoi analisti di rating, i suoi dipendenti, qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia di rating del credito o qualsiasi persona direttamente o indirettamente collegata ad essa da un legame di controllo".

Vengono, poi, previsti meccanismi di rotazione dell'agenzia a cui viene affidato l'incarico, con riferimento specifico alle sole ricartolarizzazioni, nel tentativo di arginare il fenomeno di rilascio di *rating* compiacenti.

È previsto, inoltre, il divieto di prestare il servizio di *rating* in presenza di conflitti di interessi nei confronti dei soggetti che partecipano (direttamente o indirettamente) in misura rilevante al capitale della società di *rating* (la soglia è individuata nel 10% del capitale o dei diritti di voto) o altrimenti in grado di esercitare un'influenza significativa sull'attività economica dell'agenzia di *rating* (per il fatto, ad esempio, di essere membri del cda) (cfr. allegato I, Sez. B, punto 3).

Anche il regime di pubblicità è stato modificato, fra l'altro, nel caso il *rating* o la prospettiva di *rating* possano essere influenzati dalla partecipazione al capitale di un socio o di un azionista che detiene almeno il 5% del capitale o dei diritti di voto o altrimenti in grado di esercitare un'influenza significativa sulle attività economiche delle agenzie di *rating* (cfr. allegato I, Sez. B, punto 3 *bis*).

Vi è stata poi l'estensione del divieto di prestare l'attività di consulenza all'entità valutata anche ai soggetti che detengono direttamente o indirettamente il 5% del capitale o dei diritti di

voto dell'agenzia o altrimenti in grado di influenzare in modo significativo le attività economiche dell'agenzia di *rating* (cfr. allegato I, Sez. B, punto 4).

Sono stati, infine, rafforzati i presidi organizzativi interni della società che dovrebbero vigilare sulle situazioni di conflitto. A tal fine, l'art. 6, par. 3 *bis*, prevede un'apposita struttura di controllo interno per la gestione dei conflitti e l'adozione di procedure operative standard in materia di *corporate governance*.

7. (*segue*). Regime di responsabilità

Il regime di responsabilità delle agenzie di *rating* è probabilmente il tema più delicato e complesso dell'intera disciplina.

Per una compiuta regolamentazione europea della responsabilità delle agenzie di *rating* si è dovuto attendere il secondo intervento di modifica al regolamento CE n. 1060 del 2009.

Nel tentativo di armonizzazione della disciplina, infatti, il regolamento UE n. 462/2013 introduce il nuovo Titolo III *bis*, dedicato alla responsabilità delle agenzie, ove spicca, in particolare, la specifica disposizione dell'art. 35 *bis*, rubricato "Responsabilità civile".

È stato correttamente sostenuto che l'unicità di tale disposizione può essere pienamente apprezzata qualora si consideri che per la prima volta è stata introdotta una misura di *private enforcement*, tale da garantire agli investitori un rimedio *ad hoc* di diritto privato, nell'ambito della regolamentazione europea dei mercati finanziari (Risso, 2016).

Prendendo le mosse dalla proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio, si può osservare come la Commissione europea indichi, tra gli obiettivi del nuovo regolamento, proprio quello di "garantire il diritto di ricorso per gli investitori, poiché allo stato attuale tale diritto non può essere esercitato dagli utenti dei *rating* che hanno subito perdite in relazione a un *rating* emesso da un'agenzia che ha violato il regolamento sulle agenzie di *rating* del credito".

Preso atto che i giudizi sul merito di credito hanno un “impatto significativo” sulle scelte di investimento e ricordato che le agenzie di *rating* non soltanto devono rispettare le prescrizioni che ne disciplinano l’attività, ma devono emettere *rating* “indipendenti” e di “qualità adeguata”, al fine di costituire un utile strumento di orientamento delle scelte degli investitori, il considerando 24 della proposta osservava al riguardo che “in mancanza di un rapporto contrattuale tra l’agenzia di rating del credito e l’investitore, quest’ultimo non è sempre in una posizione tale da poter far valere in giudizio la responsabilità delle agenzie di *rating* nei suoi confronti”. L’intervento normativo prospettato aveva, quindi, l’importante obiettivo di agevolare il ricorso al rimedio del risarcimento del danno proprio in ragione delle difficoltà che, in assenza di un rapporto contrattuale tra agenzia di *rating* e investitore, quest’ultimo poteva incontrare nel far valere le proprie ragioni. Se, dunque, si è fugato ogni dubbio in merito all’*an* della responsabilità da *rating* errato, restava ancora dibattuto il problema della distribuzione dell’*onus probandi*.

In sede di proposta, spiccava, a questo riguardo, l’espressa previsione di una “parziale inversione dell’onere della prova”, nella terminologia utilizzata dal considerando 26, a favore dell’investitore. Si osservava, infatti, che “è importante fornire agli investitori un diritto di ricorso effettivo contro le agenzie di *rating* del credito. Visto che gli investitori non hanno conoscenze approfondite delle procedure interne delle agenzie di *rating* del credito, una parziale inversione dell’onere della prova riguardo all’esistenza di una violazione e dell’impatto di quest’ultima sul risultato del *rating* sembra appropriata se l’investitore ha presentato elementi sufficienti a sostegno della tesi di violazione”.

La Commissione europea precisava che “l’articolo 35-*bis* della proposta di regolamento sulle agenzie di *rating* del credito obbligherà l’agenzia a rispondere dei danni cagionati all’investitore che ha fatto affidamento sull’agenzia nel caso in cui quest’ultima abbia violato, intenzionalmente o per negligenza grave, il regolamento sulle agenzie di *rating* del credito, a condizione che l’infrazione abbia influenzato il *rating* del credito. L’investitore potrà promuovere un ricorso per responsabilità civile.

Spetterà all'agenzia di *rating* del credito dimostrare di non aver commesso l'infrazione o che l'infrazione non ha avuto un impatto sul *rating* emesso”.

Dopo una lunga fase di gestazione, si è arrivati, nel maggio 2013, all'approvazione del regolamento UE n. 462/2013. Sorprendentemente, però, rispetto alla proposta di regolamento presentata dalla Commissione era scomparsa l'inversione parziale dell'onere della prova in relazione all'elemento soggettivo dell'illecito.

Infatti, la definitiva formulazione dell'art. 35 *bis* così recita “se un'agenzia di *rating* del credito ha commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni di cui all'allegato III che ha inciso sul *rating* del credito, l'investitore o l'emittente possono chiedere all'agenzia di *rating* il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione”. Ai fini dell'ottenimento del risarcimento del danno è, tuttavia, richiesta la prova della ragionevolezza dell'affidamento riposto dall'investitore nel giudizio di *rating* o, in ogni caso, la prova che questi ha adoperato la dovuta diligenza nell'assunzione della decisione di “investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del *rating* del credito”. L'investitore – o l'emittente, a seconda dei casi – dovrà “fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di *rating* ha violato il regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul *rating* emesso”.

Sebbene l'onere probatorio in capo all'investitore-attore sembri alleggerito dalla successiva previsione secondo la quale il giudice nazionale investito della controversia, nel valutare se sussistano elementi informativi precisi e dettagliati circa la violazione delle rilevanti prescrizioni del regolamento, deve tenere in considerazione che “l'investitore o l'emittente potrebbe non avere accesso a informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di *rating*” (art. 35 *bis*, par. 2, c. 2), la disposizione, rovesciando completamente la prospettiva adottata dalla Commissione nella sua proposta di regolamento, pone in realtà in capo agli investitori un duplice onere probatorio. Questo concerne, infatti, sia la sussistenza della violazione da parte dell'agenzia, sia la presenza del nesso causale tra la violazione

stessa e l'erroneità del *rating*. Ne deriva che, in tanto l'investitore potrà vedere giudizialmente accertato il suo diritto al risarcimento del danno, in quanto lo stesso provi il mancato rispetto, da parte dell'agenzia, delle regole contemplate dall'allegato III, nonché il suo impatto sul *rating*.

Viene, invece, mantenuta la limitazione ad una responsabilità esclusivamente per dolo o colpa grave che, d'altronde, era già stata giustificata, in sede di proposta di regolamento, dal fatto che "l'attività di emissione del *rating* del credito comporta una certa valutazione di fattori economici complessi e l'applicazione di diverse metodologie e può tradursi in risultati di *rating* differenti, senza che nessuno di essi possa essere considerato errato".

In conclusione, se da una parte vi è stata una risposta positiva circa l'effettiva sussistenza e ammissibilità di una responsabilità dell'agenzia, fornendo così all'investitore un effettivo strumento di tutela, dall'altra lo sforzo interpretativo va oggi indirizzato senz'altro verso altri importanti nodi da sciogliere.

Occorrerà pertanto verificare, in un difficile coordinamento tra normativa europea e principi interni in tema di responsabilità civile: a) la sussistenza di un evento dannoso; b) se il danno sia qualificabile come danno ingiusto in relazione alla sua incidenza su un interesse rilevante per l'ordinamento; c) se sotto il profilo causale la lesione sia riferibile ad una condotta omissiva o commissiva da parte dell'agenzia; d) se l'evento sia imputabile per dolo o colpa grave.

Ebbene, giova ripercorrere, attraverso alcune importanti pronunce, l'evoluzione della giurisprudenza, che ha conosciuto alterne vicende fino al crinale dell'intervento sovranazionale.

8. Evoluzione giurisprudenziale in tema di responsabilità delle agenzie di *rating*

In chiave comparatistica, è possibile osservare come nell'ordinamento americano, fino a tempi recenti, ad un'assenza di regolamentazione si sia affiancato un sostanziale regime di immunità delle agenzie di *rating* in virtù di una sostanziale equiparazione,

ad opera dei giudici, dei *ratings* forniti dalle agenzie a mere opinioni, similmente a quelle rese dalla stampa finanziaria, protette costituzionalmente dal Primo Emendamento della Costituzione degli Stati Uniti.

Secondo alcuni osservatori, il riconoscimento di tale copertura costituzionale, unitamente ad una regolamentazione pressoché inesistente, ha contribuito in maniera rilevante all'insorgere delle precondizioni necessarie al verificarsi di una crisi di sistema, dagli esiti tristemente noti.

Mutatis mutandis, anche nel nostro ordinamento vi è stato chi ha aderito a questa ricostruzione, ispirandosi al principio costituzionale sancito dall'art. 21 Cost., a mente del quale "tutti hanno diritto di manifestare liberamente il proprio pensiero con la parola, lo scritto e ogni altro mezzo di diffusione. La stampa non può essere soggetta ad autorizzazioni o censure". Il riferimento è alla decisione del Tribunale di Roma, sent. 17 gennaio 2012 n. 835 che, seppur partendo dall'esclusione di un rapporto contrattuale tra agenzie di *rating* ed investitore, si discosta nettamente dalle tesi ricollegabili al più ampio dibattito sorto in quegli anni in relazione alla diffusione di informazioni inesatte che ammettevano una qualificazione aquiliana della responsabilità, sostenendo che la natura dell'attività delle agenzie di *rating* consiste nell'emissione di "semplici pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una certa data" e non nella formulazione di "raccomandazioni ad acquistare, detenere o vendere determinati titoli". Così ragionando, l'investitore sarebbe tenuto ad effettuare le scelte d'investimento a proprio rischio, eventualmente avvalendosi di un promotore finanziario per minimizzarne l'aleatorietà.

Nel caso *de quo*, la richiesta risarcitoria viene respinta sulla base della motivazione per cui "qualsiasi valutazione dell'agenzia di *rating*, sebbene sbagliata, come nella fattispecie in cui il titolo fino al giorno prima del fallimento era stato classificato come sicuro, non può dar adito ad alcun risarcimento in quanto mera opinione, come tale non passibile di essere classificata errata sulla base di dati oggettivi".

È evidente come riecheggino in questa decisione del Tribunale capitolino le tesi sviluppate soprattutto nella letteratura giuridica statunitense, ove alcuni autori si oppongono ancora strenuamente all'estensione della responsabilità delle agenzie, pena il rischio di *overdeterrence* o di astensione dal *rating* (Ponzanelli, 2012). A tutto voler concedere, tali ricostruzioni non appaiono persuasive in quanto sembrano tralasciare il carattere rappresentato dalla natura professionale dell'attività di *rating*, opportunamente ribadito dal legislatore europeo, che implica l'esistenza di regole, *standards* e metodologie elaborati dalla prassi, codificati dalle stesse agenzie ed oggi legislativamente tipizzati.

Pertanto, residuano non poche perplessità in merito alle conclusioni della decisione *de qua*, atteso che, seppur riconoscendo errate le valutazioni delle agenzie di *rating*, snatura e riduce tale giudizio ad una mera opinione, frutto dell'esercizio della libertà di manifestazione del pensiero *ex art. 21 Cost.*, ritenendolo prevalente rispetto alla tutela dell'interesse ad un'informazione veritiera e corretta in capo all'investitore danneggiato.

In questo senso, la sentenza del Tribunale di Roma sembra costituire un deciso passo indietro rispetto all'elaborazione dottrinale e legislativa già in atto, come confermato dall'introduzione, a distanza di poco più di un anno, del menzionato art. 35 *bis* con il regolamento UE n. 462/2013.

Di segno opposto è, infatti, la decisione del Tribunale di Catanzaro, sent. 2 marzo 2012, n. 685, che in maniera chiara e netta afferma la natura extracontrattuale della responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti dei terzi investitori.

Come accennato, il problema che si è posto sin dalle prime pronunce giurisprudenziali è stato quello della qualificazione giuridica dell'eventuale responsabilità dell'agenzia. Ebbene, nel segno del riconoscimento di una responsabilità aquiliana, il Tribunale ha ritenuto, dapprima, insussistente un'ipotesi di responsabilità contrattuale per *rating*, sul presupposto che non possa ravvisarsi, neppure in fatto, un rapporto contrattuale tra investitore ed agenzia. Per i giudici calabresi è

opportuno, piuttosto, verificare se sia possibile ritenere l'agenzia di *rating* responsabile per illecito aquiliano ai sensi dell'art. 2043 c.c. nei confronti dei terzi danneggiati. Si tratterebbe, più precisamente, di responsabilità per lesione dell'affidamento che gli investitori hanno riposto nel giudizio elaborato dall'agenzia sul merito creditizio (Greco, 2013). Su questa linea, i giudici hanno stabilito che "è indubbiamente meritevole di tutela l'affidamento generato da comunicazioni rese al mercato, allorché tali informazioni provengano da un soggetto particolarmente qualificato, come le agenzie di *rating*, che ragionevolmente ingenerano fiducia nella serietà e credibilità delle proprie valutazioni" ed aggiunge che "naturalmente, perché possa essere prospettata la responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di *rating* è necessario che sussista un rapporto di causalità tra la condotta dell'agenzia che ha emesso la valutazione (*rating*) errata ed il pregiudizio subito dall'investitore a causa dell'insolvenza dell'emittente. Detto in altri termini, l'investitore deve provare che, se la valutazione espressa dall'agenzia fosse stata corretta, sarebbe stato disincentivato e non avrebbe sottoscritto gli strumenti finanziari dell'emittente, ovvero non avrebbe mantenuto uno strumento finanziario poi risultato negativo".

Quanto poi all'elemento soggettivo di imputazione della responsabilità, vale a dire il dolo o la colpa, il Tribunale di Catanzaro afferma che "la responsabilità dell'agenzia di *rating* non può derivare dalla semplice valutazione errata ma è anche necessario che sussista il dolo o la colpa dell'agenzia stessa. Di conseguenza, non si può affermare la responsabilità dell'agenzia solo perché il rating non rispecchia la reale prospettiva di solvibilità dell'emittente, ma è necessario che la condotta dell'agenzia sia connotata da mala fede o colpa". In particolare, i giudici si soffermano su quest'ultimo aspetto e chiariscono che la colpa si concretizza nella negligenza professionale, ovvero nella inosservanza dei principi di diligenza professionale e degli *standards* di settore ribaditi anche nel regolamento Consob n. 12175 del 1999. In altri termini, si tratta dei casi in cui l'agenzia non ha seguito procedure di valutazione conformi alle prassi interna-

zionali e agli *standards* di settore, oltre a non essersi uniformata ai più generali canoni di correttezza e buona fede.

Più di recente, il Tribunale di Roma è tornato a pronunciarsi sul complesso tema della responsabilità delle agenzie di *rating* con sentenza del 27 marzo 2015, n. 6827.

In particolare, l'attenzione dei giudici si è focalizzata sul requisito della colpa, laddove hanno sostenuto che "la colpa si concretizza nella negligenza professionale e, quindi, nella inosservanza dei principi di diligenza professionale; in particolare, la colpa si configura quando l'attività di preparazione e diffusione del *rating* non viene espletata in conformità ai criteri della diligenza, prudenza e perizia, in quanto i *raters* effettuano una valutazione di un titolo senza una particolare accuratezza o precisione ovvero in modo affrettato senza considerare tutte le informazioni di cui possono disporre ovvero interpretando in modo scorretto i dati e le informazioni che hanno raccolto. La prova della colpa dell'agenzia deve allora vertere sulla diligenza con cui questa ha valutato le informazioni delle quali disponeva, utilizzato o, per converso, ignorato i dati in suo possesso e, dunque, formulato le proprie considerazioni e le proprie conclusioni".

Circa il requisito della diligenza, inoltre, questa si concretizza nell'adempimento di tutte le regole tecniche e procedurali, nonché delle *leges artis* e dei codici deontologici e di condotta che appartengono alla professione svolta, tenendo, altresì, conto del fatto che la diligenza deve essere valutata in base alla natura dell'attività esercitata e dello *status* professionale rivestito dalle agenzie (art. 1176, comma 2, c.c.).

Spetterà, quindi, agli investitori che si assumono danneggiati dal comportamento dell'agenzia, allegare e provare che la società di *rating* ha emesso un giudizio che non rispecchiava la situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente e che tale mancata corresponsione dipende dall'utilizzo di procedure di valutazioni non conformi alla prassi internazionale ed agli *standards* di settore.

Nelle decisioni fin qui esaminate, espressione non solo della giurisprudenza ma anche della dottrina maggioritaria, abbiamo

visto come si sia giunti a riconoscere una responsabilità di tipo aquiliano delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori danneggiati. Sicché, non sembra residuare spazio per il riconoscimento di una responsabilità di tipo contrattuale in assenza di un rapporto obbligatorio (a tali ipotesi pare fuor di dubbio l'applicabilità dell'art. 1218 c.c.).

Eppure, parte minoritaria della dottrina è giunta a configurare una responsabilità di tipo contrattuale, a fronte di un contatto sociale qualificato, fonte di obbligazioni senza prestazione, per il particolare affidamento riposto dall'investitore sul giudizio dell'agenzia, in ragione, principalmente, della professionalità di quest'ultima. In questo senso, stante la sussistenza di precisi obblighi comportamentali che l'agenzia di *rating* dovrebbe rispettare per via del proprio *status* professionale nei confronti degli investitori, potrebbe farsi riferimento alla categoria contrattuale dell'obbligazione senza prestazione e, dunque, farsi discendere dalla violazione dei predetti obblighi e doveri la responsabilità contrattuale della società di *rating* nei confronti dell'investitore, anche in assenza di un vero e proprio rapporto negoziale (Sacco Ginevri, 2012).

Tuttavia, una simile ricostruzione sembra trascurare il carattere prettamente arelazionale che permea l'attività stessa di *rating* e che è consustanziale alle dimensioni di massa del fenomeno del *rating*. È del tutto assente, infatti, l'entità dei soggetti potenzialmente interessati all'informazione emessa dall'agenzia e, conseguentemente, s'interrompe o meglio non viene mai ad esistenza quel rapporto qualificato tra agenzia ed investitore cui ricollegare un'aspettativa di protezione come quella derivante da una relazione contrattuale.

Manca, dunque, il requisito indispensabile della relazionalità e, in questa prospettiva, non appare possibile configurare un contatto sociale, neppure nella decisione dell'investitore di registrarsi al sito *web* dell'agenzia, non potendosi certamente immaginare che le informazioni rese dal valutatore restino confinate ai soli soggetti registrati.

9. Riconoscimento della responsabilità per danno da rating nei confronti degli investitori

Il riconoscimento espresso di una responsabilità, per dolo o colpa grave, da parte del regolamento UE n. 462/2013, con la sua diretta applicabilità negli ordinamenti interni, ha sicuramente determinato un deciso passo in avanti nell'evoluzione della disciplina dei mercati finanziari, poiché ha affermato graniticamente, a livello normativo, la possibilità per l'investitore leso di fare direttamente ricorso al rimedio risarcitorio ivi previsto.

Tuttavia, non pochi dubbi residuano in ordine alla complessità di un coordinamento, in sede applicativa, tra normativa europea e disciplina dei singoli Stati membri. Lo stesso regolamento n. 462/2013, all'art. 35 *bis*, par. 5, si preoccupa di affermare, con formula sibillina, che "il presente articolo non esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale" ed opera non pochi rinvii al diritto interno per quanto non espressamente previsto. Basti notare, ad esempio, la mancanza di specifiche disposizioni concernenti il nesso causale, la determinazione del danno risarcibile e le modalità di liquidazione del medesimo. Non vi sono, altresì, norme che regolino l'eventuale concorso di colpa del soggetto danneggiato. Ciò rende non autosufficiente la disciplina in esame e, a fronte del silenzio del legislatore europeo su questi importanti aspetti, deve concludersi che occorrerà tornare ad applicare le norme di diritto interno, a detrimento della omogeneità di trattamento dell'investitore a livello europeo.

Invero, nella quasi totalità degli Stati membri (ad esclusione della Francia), una disciplina espressa sulla responsabilità delle agenzie di *rating* non vi è tuttora e, *a fortiori*, sarà quindi necessario ricorrere ai principi generali in materia di responsabilità civile. Nell'ordinamento italiano, come abbiamo avuto modo di evidenziare, la dottrina si è a lungo impegnata nel cercare di identificare il fondamento della responsabilità delle agenzie di *rating*, ricorrendo a figure note alla teorica della responsabilità

civile e sperimentate, in generale, con riguardo alla diffusione di informazioni inesatte sui mercati finanziari. Riflessione poi trasferitasi nella giurisprudenza e culminata nel riconoscimento di responsabilità di tipo extracontrattuale o contrattuale, qualora ravvisabile un rapporto negoziale.

A un tale esito interpretativo si è giunti, come abbiamo visto, non senza fatica, applicando, rispettivamente, gli artt. 2043 e 1218 c.c. Nell'un caso si è ritenuto che l'ingiustizia del danno potesse essere ravvisata nella lesione positiva della libertà contrattuale e dell'affidamento riposto dall'investitore danneggiato e, nell'altro, che il negligente svolgimento dell'attività di *rating* potesse costituire inadempimento del contratto.

Vi è da chiedersi, dunque, quale spazio residuo sia rimasto, a seguito dell'introduzione dell'art. 35*bis*, per l'invocabilità dei rimedi risarcitori fondati, rispettivamente, sull'art. 2043 c.c. ovvero sull'art. 1218 c.c. e, stante il riconoscimento della risarcibilità del danno da *rating* da parte dell'art. 35*bis*, spetterà all'interprete stabilire se le fattispecie incluse nell'ambito di applicazione della norma vadano lette in chiave contrattuale o extracontrattuale.

10. Conclusioni

Alla luce del quadro *supra* delineato, il cantiere sulla regolazione in tema di responsabilità delle agenzie di *rating* sembra, ad oggi, ancora aperto.

Beninteso, l'attenzione dell'interprete si è ora inevitabilmente spostata sulle possibili interferenze tra regime europeo - parzialmente armonizzato - e ordinamenti interni. *De iure condendo*, sarà fondamentale porre nella giusta luce le questioni di cui sarà investita la giurisprudenza, analizzando le singole soluzioni proposte.

Una recente sentenza del Tribunale Penale di Trani, sent. 26 settembre 2017, n. 837, testimonia come l'attenzione del pubblico dei risparmiatori sia ancora molto forte su questi delicati temi.

Difatti i giudici, ancorché abbiano assolto dall'accusa di manipolazione del mercato aggravata gli analisti di Standard & Poor's e Fitch che tra il 2011 e il 2012 avevano declassato l'Italia, hanno cionondimeno ravvisato "un sicuro pregiudizio" verso il nostro Paese. Nelle motivazioni della sentenza si legge, inoltre, che "rimane il dubbio se l'inserimento di dati falsi sia avvenuto per mera negligenza e quindi per colpa o con la coscienza e volontà di diffondere al mercato una notizia falsa unitamente alla consapevolezza dell'idoneità di tale condotta a cagionare una sensibile alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari". Verosimilmente, ciò potrebbe aprire la strada ad eventuali richieste di risarcimento in sede civile da parte delle persone offese, come ad esempio i risparmiatori.

Come sottolineato in apertura del capitolo, questa ulteriore decisione della giurisprudenza testimonia l'assoluta importanza dell'informazione nei mercati, la quale merita una costante riflessione, anche al mutare del quadro economico e normativo. Riconosciuta *ex lege* la responsabilità in capo alle agenzie di *rating*, per uscire "dall'area di turbolenza tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale" (Castronovo, 1995) all'interprete è richiesto un ulteriore sforzo ricostruttivo di tutti gli elementi costitutivi dell'illecito, nella continua ricerca di un difficile bilanciamento tra l'interesse del danneggiato ad ottenere un giusto risarcimento e la garanzia del ruolo svolto delle agenzie di *rating*, obbligate ad uniformarsi ai canoni di diligenza e buona fede, oltre che ai principi di ordine etico e deontologico.

Bibliografia

- Annunziata F. (2017). *La disciplina del mercato mobiliare*. Torino: Giappichelli.
- Bussani M. (2014). Le agenzie di rating fra immunità e responsabilità. *Rivista di Diritto Civile*, 6.
- Capriglione F. (2015). *Manuale di diritto bancario e finanziario*. Padova: Cedam.

- Carriero G. (2012). Previsioni, opinioni, certezze: le agenzie di rating. *Europa e diritto privato*, 3.
- Castronovo C. (1995). *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto. Scritti in onore di L. Mengoni*. Milano.
- Dacrema P. (2008). *La crisi della fiducia. Le colpe del rating nel crollo della finanza globale*. Milano: Etas.
- Di Vincenzo M. (2013). Società di rating: la minaccia fantasma. Verso una graduale erosione del loro potere. *Banche&Bancheri*, 1.
- Galgano F. (1985). Le mobili frontiere del danno ingiusto. *Contratto e impresa*, 1.
- Greco F. (2013). La responsabilità extracontrattuale delle agenzie di rating nei confronti dell'investitore. *Responsabilità Civile e Previdenza*, 5.
- Maietta A. (2015). La responsabilità delle agenzie di rating. *Danno e Responsabilità*, 8-9.
- Marchesi M. (2015). *Rating e trasparenza. Esperienze europee e nordamericane a confronto*. Torino: Giappichelli.
- Marianello M. (2012). Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating. *Obbligazioni e contratti*, 5.
- Montalenti P. (2014). Le agenzie di rating: appunti. *Le Agenzie di rating*, Milano: Giuffrè.
- Picardi L. (2014). Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating, *Le Agenzie di rating*. Milano: Giuffrè.
- Ponzanelli G. (2012). Quando sono responsabili le agenzie di rating, *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2.
- Risso G. (2016). "Interferenze" tra diritto dell'UE e diritto nazionale nei casi di responsabilità civile delle agenzie di rating, *Società*, 4.
- Sacco Ginevri A. (2012). Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating. *Nuove leggi civili commentate*, 1.
- Saponaro M. (2013). Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere. *Danno e Responsabilità*, 2.
- Scaroni C. (2011). La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, *Contratto e impresa*, 3.
- Urbani F. (2015). La dimensione sovranazionale del rating: regolamento n. 1060 del 2009 e libera circolazione dei servizi. *Diritto del Commercio Internazionale*, 2.